2017 年 12 月 6 日

通貨ニュース

韓国：追加利上げは早くとも 2018 年後半

国際為替部
マーケット・エコノミスト
佐々木　貴彦
03-3242-7065
takahiko.sasaki@mizuho-bk.co.jp

- **11 月 30 日の韓国中央銀行（BOK）の金融政策決定会合では 25bp の利上げが決定された。しかし、李総裁が記者会見で追加利上げに慎重な姿勢を示すと市場における早期の追加利上げ期待が後退。短期金利は低下し韓国ウォン（KRW）は一時下落した。**
- **李総裁が様子見姿勢をとった背景には、物価の先行きを巡ってメンバー間でコンセンサスが形成されていないことが挙げられる。また、足許の物価は減速傾向となっており、追加利上げを正当化できる状態でないことも影響したと考える。**
- **今回の利上げは 2016 年 6 月の「予防的な利下げ解除」の意味合いが強く、また金融システムリスク増大に対する懸念もあり、大多数の賛同を得られた模様。しかしながら、政府の不動産ローン規制強化により債務増加は抑えられる公算が大きい中、追加利上げは当分先となるだろう。**

BOK は市場期待よりハト派的

11 月 30 日に BOK は金融政策決定会合を開催し 2011 年 6 月以来となる 25bp の利上げに踏み切り、政策金利を 1.50%とした（図表 1）。もっとも、声明文は前回会合（10 月 19 日）から大きな変更はみられず、消費者物価指数（CPI）は前年比+1%台半ばで当面は推移し、緩やかに目標（同+2%）近辺へ収れんするとの認識を示した。また、総合的な政策判断を示す箇所では、「政策委員会は景気および物価の先行きを慎重に見極めつつ、緩和的な金融政策スタンスを維持する」との判断が据え置かれた。

会合後の記者会見で李総裁は、景気が回復し緩やかに物価が上昇する中、金融システムリスクを抑制するために利上げしたと述べた。しかし、追加利上げは物価と景気動向を慎重に見極めて判断すると発言した。さらに利上げが全会一致ではなく据え置きを主張し反対票を投じたメンバーが 1 人いたことを明らかにすると、早期の追加利上げを期待していた市場参加者の失望を招き、短期国債利回りは低下し KRW は小幅ながら下落した（図表 2）。

物価の先行きについてメンバーの見方は二分

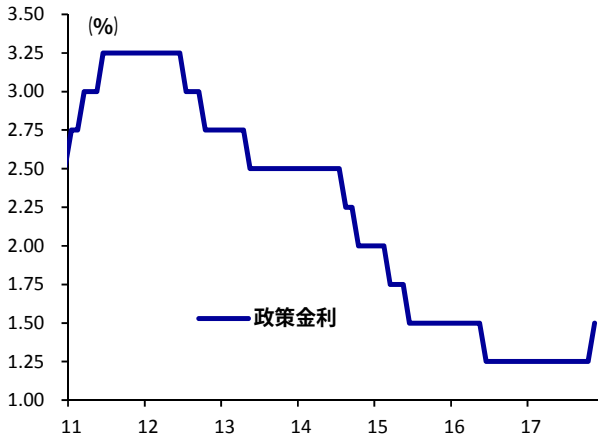
12 月 1 日に発表された 7～9 月期の実質 GDP 成長率（改定値）は前年比+3.8%と 2014 年 1～3 月期以来の高い伸び率となるなど、韓国経済は堅調に推移している。こうした経済情勢にも拘らず、李総裁が追加利上げに慎重な姿勢を示したのは、BOK のメンバー間で物価の先行きについてコンセンサスが形成されていないためだ。

11 月 7 日に公表された前回会合の議事要旨では、李総裁以外のメンバー6 名の内、3 名は景気加速を受けて足許の GDP ギャップはプラスになっており、インフレ率は加速していく公算が大きいと主張した。一方、残り 3 名は労働市場に緩みが残っていることから、GDP ギャップは依然としてマイナスであり、インフレ

率が加速していく確証は未だなく、しばらくは物価動向を注視する必要があると述べた。BOK 内で物価の見通しについて意見が分かれており、ゆえに李総裁は様子見姿勢を継続すると述べるにとどまったのだろう。

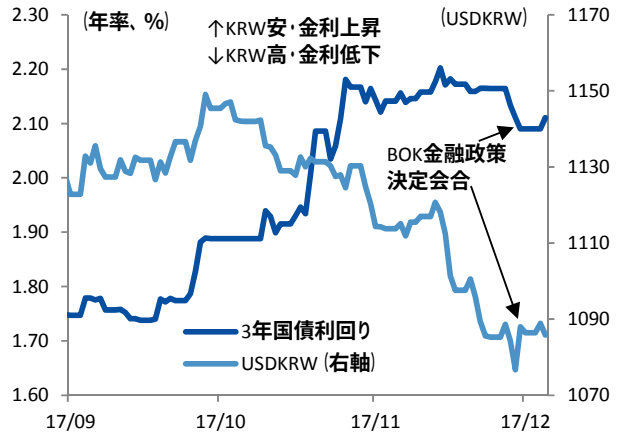
また、足許の物価動向を確認すると、追加利上げを正当化できる状態にはない。11 月消費者総合指数（CPI）は前年比+1.3%、コア CPI は同+1.2%と、ともに 4 か月連続で減速した。11 月はガス料金の引き下げによる一時的な影響があったものの、基調でみても上昇に向かっているとは言いがたい。11 月 1～14 日に IMF は韓国政府と定例協議を行い、2017 年 GDP 見通しを+3.0%から+3.2%に引き上げると発表したものの、「足許の GDP ギャップは依然マイナス圏にあり、物価上昇圧力は強くない」と述べた。IMF が推計する GDP ギャップと韓国の物価動向は概ね同じ方向で推移しており、今後も同様の傾向が続くとすれば、2018 年に物価は加速するもののペースは非常に緩やかとなろう（図表 3）。

図表 1：韓国　政策金利



出所：韓国中央銀行、CEIC、みずほ銀行

図表 2：韓国 3 年国債利回りと USDKRW



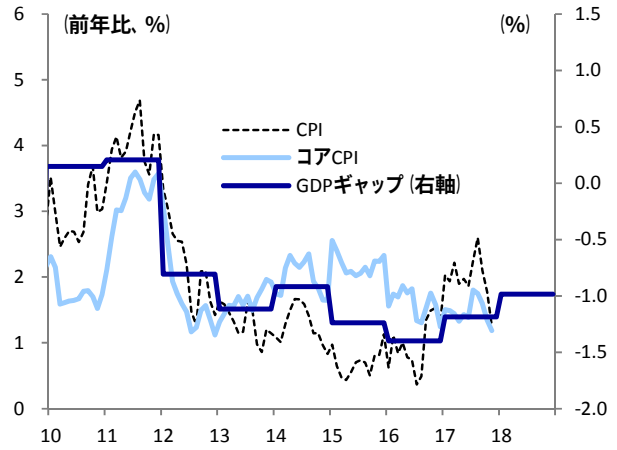
注：12 月 5 日までのデータ。
出所：ブルームバーグ、みずほ銀行

追加利上げは早くとも 2018 年後半

それでも今回の会合で利上げが実現したのは、2016 年 6 月に実行された最後の利下げは景気下振れに対する予防措置の意味合いが強く、それを解除することは景気が回復した現在の状況と照らし合わせて異論が少なかったと推察される。また、タカ派およびハト派ともに家計債務増加など金融システムリスクに対する強い懸念を示しており、過度な低金利政策を継続すればさらなるリスク増大を招きかねないとの見解で一致したとみられる。

ただ、家計債務の増加ペースは鈍化していく可能性が高い。韓国政府は昨年より住宅ローン規制を強化した結果、家計債務増加の主因だった不動産ローンは 14 か月連続で減速し、9 月には前年比+5.5%と 2014 年 5 月以来の低い伸び率となった（図表 4）。10 月 24 日に政府は「家計負債総合対策」を打ち出し複数住宅保有者に対する不動産取引規制を強化しており、不動産ローンの伸びは今後も抑制される公算は大きい。かかる状況下、金融政策の先行きは物価動向に左右されるだろう。上述したように、物価上昇は非常に緩やかとなり、CPI がインフレ目標（+2%）を上回る状態が続くには相応に時間がかかるため、追加利上げは早くとも 2018 年後半、2019 年にずれこむリスクもあると考える。

図表 3:韓国　CPI、コア CPI と IMF 推計の GDP ギャップ



出所:韓国統計庁、IMF、CEIC、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 4:韓国　銀行の家計向け不動産ローン

出所:韓国銀行、CEIC、みずほ銀行

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようにお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。